

# 周大生 (002867.SZ)

## 省代模式下黄金拿货量大幅增长，门店拓展节奏加快

### 核心观点：

- **事件：**公司发布 2021 年三季报，前三季度实现收入 64.73 亿元，同比增长 93.3%，实现归母净利润 10.06 亿元，同比增长 41.2%。其中，单三季度实现收入 36.84 亿元，同比增长 119.9%，实现归母净利润 3.96 亿元，同比增长 3.68%。收入端的大幅上涨主要源于黄金收入确认口径的调整，归母净利润增速放缓主要由于去年同期基数较高。
- **品类结构调整导致毛利率下滑、期间费用率管控良好。**前三季度整体毛利率同比降低 14.91pp 至 29.41%，主要是由于黄金类产品占比增加所致。期间费用率同比降低 7.25pp 至 8.81%。其中销售费用率降低 6.20pp 至 7.78%，管理费用率降低 1.05pp 至 1.02%。
- **分业务看，自营线下业务大幅恢复，加盟业务高速拓展。**前三季度自营线下业务实现收入 9.2 亿元，同比增长 79.7% (Q3 实现收入 2.7 亿元，同比增长 52.1%)；线上业务实现收入 3.0 亿元，同比降低 3.5%；加盟业务实现收入 30.6 亿元，同比增长 169.1%，主要得益于省代模式下加盟商拿货意愿较强以及秋季订货会推出的非凡古法黄金系列。
- **门店拓展方面，**截至九月底，公司共有终端门店 4357 家 (含加盟店 4119 家)，Q3 净增门店 100 家。省代模式将迅速提升公司门店扩张效率和终端拿货、铺货量，有效分配各方资源，加速周转，Q3 黄金品类在省代模式的加持下出货量大幅提高。同时，黄金产品吸引的客流将促进镶嵌品类的转化效率，未来也将助力黄金配货模型自上而下的推进。从三季度来看，省代模式导致多项财务指标发生大幅变化，但公司将严格控制 28 天免息资金比例，保障现金流可控，避免坏账风险。
- **盈利预测及投资建议：**预计公司 21-23 年归母净利润分别为 13.3、17.2、20.8 亿元，增速分别为 31.3%、29.3%、21.0%。给予 21 年 25 倍 PE 估值，对应合理价值 30.33 元/股，维持“买入”评级。
- **风险提示。**可选消费市场竞争加剧；中小品牌出清速度低于预期。

### 盈利预测：

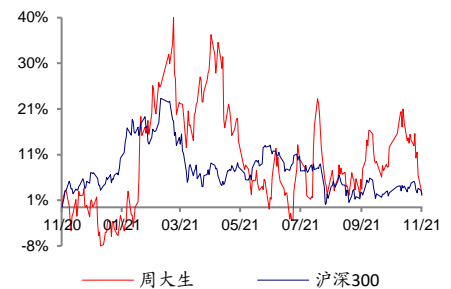
	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
营业收入 (百万元)	5,439	5,084	10,230	15,999	19,042
增长率 (%)	11.7	-6.5	101.2	56.4	19.0
EBITDA (百万元)	1,224	1,277	1,670	2,209	2,717
归母净利润 (百万元)	991	1,013	1,330	1,719	2,081
增长率 (%)	23.0	2.2	31.3	29.3	21.0
EPS (元/股)	1.36	1.39	1.21	1.57	1.90
市盈率 (P/E)	14.04	19.22	14.99	11.60	9.58
ROE (%)	21.0	18.8	21.0	22.2	21.8
EV/EBITDA	10.43	14.07	11.98	9.35	7.58

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

识别风险，发现价值

公司评级	买入
当前价格	18.19 元
合理价值	30.33 元
前次评级	买入
报告日期	2021-11-03

### 相对市场表现



分析师：

洪涛



SAC 执证号：S0260514050005



SFC CE No. BNV287



021-38003654



hongtao@gf.com.cn

分析师：

嵇文欣



SAC 执证号：S0260520050001



021-38003653



jiwenxin@gf.com.cn

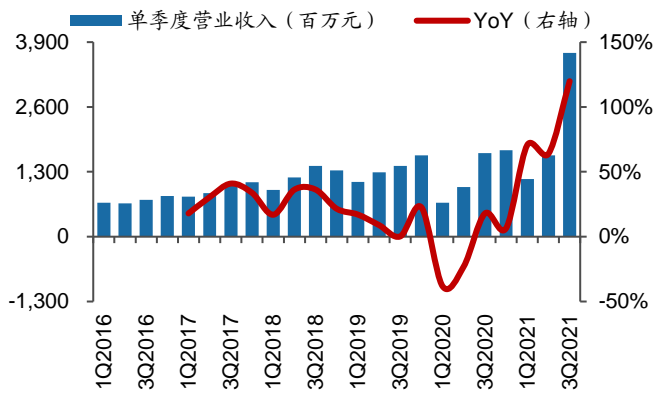
请注意，嵇文欣并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

### 相关研究：

- 周大生 (002867.SZ) : 归母 2021-08-31  
净利润超预期，黄金品类表现亮眼
- 周大生 (002867.SZ) : 21H1 2021-07-15  
归母净利润超预期，上调全年业绩预测
- 周大生 (002867.SZ) : 618 2021-06-25  
业绩超预期，回购方案彰显发展信心

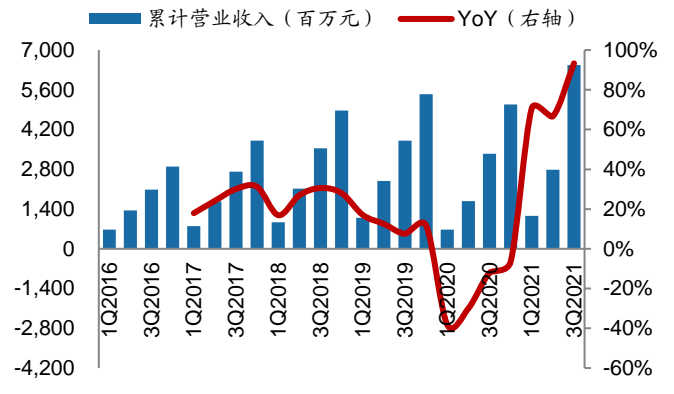
请务必阅读末页的免责声明

图1: 季度营业收入与增速



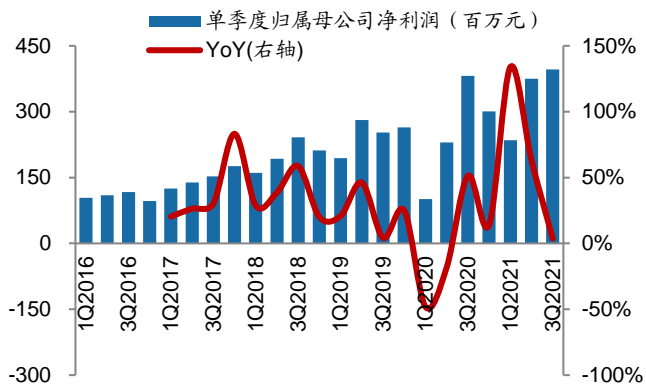
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图2: 累计营业收入及增速



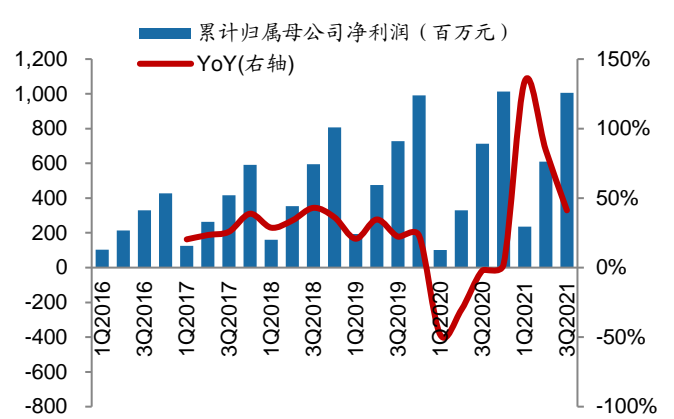
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图3: 季度归母净利润与增速



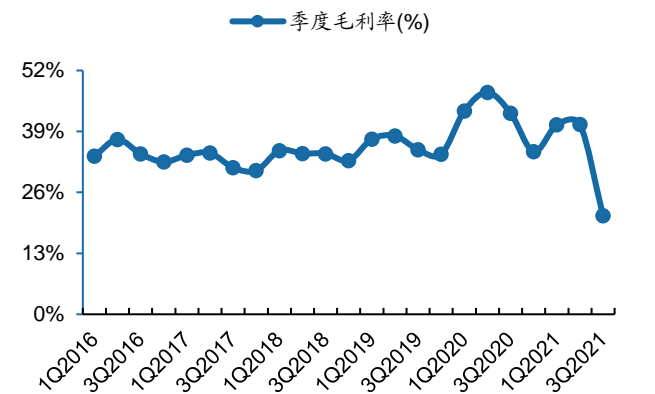
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图4: 累计归母净利润及增速



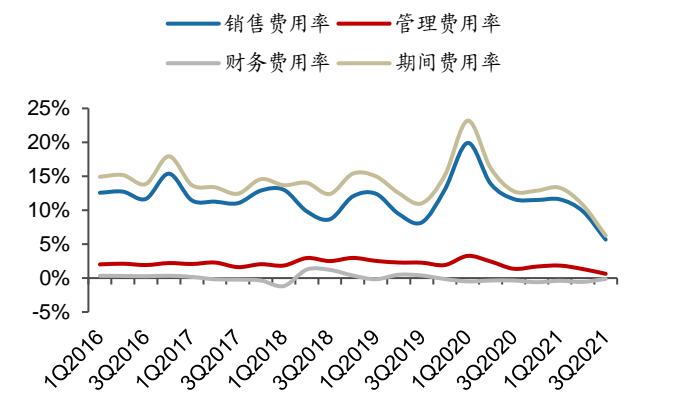
数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图5: 公司季度毛利率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

图6: 公司季度期间费用率



数据来源: 公司财报, 广发证券发展研究中心

资产负债表						现金流量表					
单位: 百万元						单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E	至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>流动资产</b>	<b>4,162</b>	<b>4,759</b>	<b>7,552</b>	<b>11,332</b>	<b>13,148</b>	<b>经营活动现金流</b>	<b>798</b>	<b>1,361</b>	<b>-738</b>	<b>-301</b>	<b>392</b>
货币资金	1,294	1,680	1,000	800	800	净利润	991	1,013	1,329	1,719	2,081
应收及预付	102	149	268	720	1,122	折旧摊销	44	39	49	59	67
存货	2,597	2,391	5,729	9,234	10,638	营运资金变动	-250	300	-2,141	-2,115	-1,800
其他流动资产	169	538	555	578	588	其它	12	9	24	36	46
<b>非流动资产</b>	<b>1,760</b>	<b>1,897</b>	<b>2,283</b>	<b>2,223</b>	<b>2,160</b>	<b>投资活动现金流</b>	<b>313</b>	<b>-638</b>	<b>-438</b>	<b>21</b>	<b>16</b>
长期股权投资	1	1	405	405	405	资本支出	-181	-131	-40	6	1
固定资产	32	23	31	37	45	投资变动	476	-525	-404	0	0
在建工程	171	305	335	325	315	其他	18	18	6	15	15
无形资产	435	427	382	333	278	<b>筹资活动现金流</b>	<b>-903</b>	<b>-336</b>	<b>496</b>	<b>80</b>	<b>-408</b>
其他长期资产	1,121	1,141	1,131	1,124	1,118	银行借款	-600	0	897	435	-43
<b>资产总计</b>	<b>5,922</b>	<b>6,656</b>	<b>9,835</b>	<b>13,555</b>	<b>15,308</b>	股权融资	31	0	0	0	0
<b>流动负债</b>	<b>1,153</b>	<b>1,239</b>	<b>3,469</b>	<b>5,769</b>	<b>5,742</b>	其他	-334	-336	-401	-356	-366
短期借款	0	0	897	1,333	1,290	<b>现金净增加额</b>	<b>208</b>	<b>387</b>	<b>-680</b>	<b>-200</b>	<b>0</b>
应付及预收	473	471	1,214	2,277	1,859	<b>期初现金余额</b>	<b>1,086</b>	<b>1,294</b>	<b>1,680</b>	<b>1,000</b>	<b>800</b>
其他流动负债	679	769	1,357	2,159	2,594	<b>期末现金余额</b>	<b>1,294</b>	<b>1,680</b>	<b>1,000</b>	<b>800</b>	<b>800</b>
<b>非流动负债</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>	<b>26</b>						
长期借款	0	0	0	0	0						
应付债券	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	26	26	26	26	26						
<b>负债合计</b>	<b>1,179</b>	<b>1,266</b>	<b>3,495</b>	<b>5,795</b>	<b>5,768</b>						
股本	731	731	1,096	1,096	1,096						
资本公积	1,650	1,686	1,320	1,320	1,320						
留存收益	2,408	3,092	3,984	5,403	7,184						
归属母公司股东权益	4,710	5,386	6,337	7,756	9,537						
少数股东权益	33	5	3	3	3						
<b>负债和股东权益</b>	<b>5,922</b>	<b>6,656</b>	<b>9,835</b>	<b>13,555</b>	<b>15,308</b>						

主要财务比率					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长	11.7%	-6.5%	101.2%	56.4%	19.0%
营业利润增长	22.5%	4.1%	32.4%	28.9%	21.2%
归母净利润增长	23.0%	2.2%	31.3%	29.3%	21.0%
<b>获利能力</b>					
毛利率	36.0%	41.0%	27.0%	23.4%	24.5%
净利率	18.2%	19.9%	13.0%	10.7%	10.9%
ROE	21.0%	18.8%	21.0%	22.2%	21.8%
ROIC	25.1%	24.4%	19.4%	19.5%	19.9%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	19.9%	19.0%	35.5%	42.8%	37.7%
净负债比率	2.6%	2.6%	10.9%	11.1%	9.6%
流动比率	3.61	3.84	2.18	1.96	2.29
速动比率	1.33	1.90	0.51	0.35	0.42
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.92	0.81	1.24	1.37	1.32
应收账款周转率	68.52	47.96	45.63	24.33	18.25
存货周转率	1.34	1.20	1.30	1.33	1.35
<b>每股指标 (元)</b>					
每股收益	1.36	1.39	1.21	1.57	1.90
每股经营现金流	1.09	1.86	-0.67	-0.27	0.36
每股净资产	6.44	7.37	5.78	7.08	8.70
<b>估值比率</b>					
P/E	14.04	19.22	14.99	11.60	9.58
P/B	2.95	3.62	3.15	2.57	2.09
EV/EBITDA	10.43	14.07	11.98	9.35	7.58

利润表					
单位: 百万元					
至 12 月 31 日	2019A	2020A	2021E	2022E	2023E
<b>营业收入</b>	<b>5,439</b>	<b>5,084</b>	<b>10,230</b>	<b>15,999</b>	<b>19,042</b>
营业成本	3,482	2,998	7,468	12,256	14,381
营业税金及附加	56	69	139	218	259
销售费用	587	668	829	1,200	1,485
管理费用	121	99	153	160	229
研发费用	13	13	20	16	38
财务费用	8	-23	18	53	63
资产减值损失	12	10	10	7	6
公允价值变动收益	19	11	-7	0	0
投资净收益	1	1	13	15	15
<b>营业利润</b>	<b>1,257</b>	<b>1,309</b>	<b>1,732</b>	<b>2,233</b>	<b>2,705</b>
营业外收支	35	15	2	12	11
<b>利润总额</b>	<b>1,292</b>	<b>1,324</b>	<b>1,734</b>	<b>2,245</b>	<b>2,716</b>
所得税	301	310	406	525	636
<b>净利润</b>	<b>991</b>	<b>1,013</b>	<b>1,329</b>	<b>1,719</b>	<b>2,081</b>
少数股东损益	0	0	-2	0	0
<b>归属母公司净利润</b>	<b>991</b>	<b>1,013</b>	<b>1,330</b>	<b>1,719</b>	<b>2,081</b>
EBITDA	1,224	1,277	1,670	2,209	2,717
EPS (元)	1.36	1.39	1.21	1.57	1.90

## 广发商贸零售行业研究小组

- 洪涛：首席分析师，浙江大学金融学硕士，2010年开始从事商贸零售行业研究，2014年加入广发证券发展研究中心，曾就职于华泰联合证券、平安证券。
- 嵇文欣：资深分析师，南京大学经济学硕士。曾任职于西南证券。2020年加入广发证券发展研究中心。
- 童若琰：研究助理，上海交通大学金融硕士，2019年加入广发证券发展研究中心。
- 包晗：英国伦敦玛丽女王大学财富管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 李靖：研究助理，美国西北大学项目管理硕士，2020年加入广发证券发展研究中心。
- 王薇：研究助理，武汉大学金融硕士，2021年加入广发证券发展研究中心。

## 广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

## 广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
- 增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
- 持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

## 联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26号广发证券大厦35 楼	深圳市福田区益田路 6001号太平金融大厦 31层	北京市西城区月坛北 街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区南泉 北路429号泰康保险 大厦37楼	香港德辅道中189号 李宝椿大厦29及30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfzqyf@gf.com.cn				

## 法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

## 重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

## 权益披露

(1)广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

## 版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。